

Company Update

Jänner 2002

Engineering

VA Technologie

Neutral

Kurs Stammaktie	
21 JAN 2002	26,90
Börsennotiz Wien	XETRA
Wertpapier-Kennnummer	93745
Reuters RIC	VATE.VI
Homepage	
www.vatech.co.at	
Streubesitz	57,0%
Marktkapital. (EUR Mio.)	396,8
Ø Tagesumsatz 01-12/01 (EUR Mio.)	2,46
ATX-Gewichtung	3,2%
Buchwert je Aktie 02e (EUR)	41,5

Steiniger Weg zurück

Der Umbau zum energiefokussierten Unternehmen ist vollzogen und sollte die Rückkehr auf einen stabilen Wachstumspfad ermöglichen. Gute Wachstumsperspektiven sehen wir vor allem durch die Stromliberalisierung und den Trend zur umweltschonenden Energiegewinnung (Wasserkraft und Gaskombi-Kraftwerke). Nach drei operativen Verlustjahren und einer hohen Finanzverschuldung gestaltet sich der Weg zu adäquaten Ergebnissen aber steinig. Wir sehen die Aktie zur Zeit als fair bewertet an und halten daher unsere Empfehlung "Neutral" aufrecht.

Geschäftsjahr 2001: Das Geschäftsjahr 2001 war von umfangreichen Umstrukturierungen im Konzern geprägt. Der Verkauf der voestalpine Anteile, 80 % der MCE und 100 % der TMS (geschätzter Transaktionsgewinn von > EUR 20 Mio.) spielte Einmalgewinne von über EUR 100 Mio. ein. Der Großteil dieser Einmalerlöse wird jedoch in der Restrukturierung der Metallurgie aufgehen, weshalb wir lediglich von einem Jahresergebnis von EUR 29,5 Mio. bzw. einem Gewinn je Aktie von EUR 2 ausgehen.

Ausblick 2002: Für 2002 erwarten wir ausgehend von der guten Auftragslage in den Bereichen Hydraulische Energieerzeugung, Energieübertragung und -verteilung einen Umsatzzuwachs von 3,1 %. Obwohl der Wandel zur energiefokussierten Gruppe beendet ist, wird auch 2002 die Ertragslage noch wesentlich von den absehbaren Verlusten der Metallurgie von EUR 20 Mio. beeinflusst. Erst mit der Rückkehr der Metallurgie in die Gewinnzone, die für 2003 eingeplant ist, sehen wir wieder tragfähige Gewinne.

Bewertung: Ausgehend von den KGV und EV/EBITDA Multiples für 2003 zeigt sich die Aktie fair bewertet. Nach drei operativen Verlustjahren sehen wir das Vertrauensdefizit noch als zu groß an, um Bewertungsniveaus im oder über dem Schnitt der Peer Group erreichen zu können.

Empfehlung: Der Umbau zur energiefokussierten Gruppe mit geringer Zyklizität und höherem Wachstumspotenzial hat die Attraktivität für den Investor auf jeden Fall erhöht. Die relevanten Ertragszahlen werden aufgrund der Metallurgie-Verluste sowie des hohen Finanzierungsaufwandes aber erst ab 2003 den erfolgreichen Umbau nachvollziehen. Da sich auch aus den Bewertungszahlen für 2003 keine wesentliche Unterbewertung ableitet, halten wir unsere Empfehlung "Neutral" aufrecht.

Kennzahlen je Aktie (IAS)

in EUR	1999	2000	2001e	2002e	2003e
Gewinn	-6,41	2,05	2,00	0,50	2,29
KGV	-10,0	15,6	13,5	54,0	11,7
Cash Earnings	-1,62	3,00	3,47	9,44	11,06
KCEV	-39,8	10,7	7,7	2,8	2,4
Dividende	1,20	1,20	0,50	0,50	0,65
Dividendenrendite	1,9%	3,8%	1,9%	1,9%	2,4%
Payout Ratio	0,0%	0,0%	25,0%	100,4%	28,4%
Aktienanzahl (Mio Stk.)	14,88	14,75	14,75	14,75	14,75

Quelle: VA Technologie, RCB-Schätzungen

Analyst

Wien

Reinhard Ebenauer

☎ +43/1/71707-1497

reinhard.ebenauer@rzb.at



Metallurgie: Obwohl der Bereich 2002 mit einem geschätzten Umsatzanteil von rd. 26 % nur mehr den zweitgrößten Bereich darstellen wird, ist der Einfluss auf die Ertragslage der Gruppe nach wie vor sehr groß. Die Restrukturierungen und Kapazitätsanpassungen an den Markt Rückgang (- 30 % seit 1997) zwingen VA Tech zum Abbau von rd. 700 Mitarbeitern (= rd. 17 % der Belegschaft). Die voraussichtlichen Kosten für den Kapazitätsabbau werden auf EUR 50 Mio. geschätzt und wurden 2001 als Rückstellung eingebucht. Darüber hinaus erwarten wir für die Jahre 2001 und 2002 operative Verluste von je EUR 20 Mio.. Nach Abschluss des Restrukturierungsprozesses und in Erwartung einer einsetzenden Markterholung sollte 2003 die Rückkehr in die Gewinnzone gelingen. Die Abgabe der Sparte erachten wir in dieser Konjunkturphase als nicht zielführend, da das große Know-How der VAI kaum adäquat abgegolten werden würde.

Metallurgie in Umbruch: Die bereits stark konsolidierte Branche - SMS/DEMAG, VAI und Danieli dominieren rd. 50 % des Weltmarktes - befindet sich aufgrund der schwierigen Marktphase vor tiefgreifenden Veränderungen. Der Branchenführer SMS-DEMAG kämpft zur Zeit ebenfalls mit roten Zahlen und erwartet aufgrund umfangreicher Restrukturierungen hohe Verluste. MAN, die 50 % an SMS-DEMAG halten, ziehen einen Verkauf ihrer Anteile in Erwägung. Danieli (Nr. 3) meistert bis dato die Krise deutlich besser als die Konkurrenz und zeigt Interesse an der VAI. Eine Übernahme der VAI wäre wettbewerbsrechtlich unter Einhaltung bestimmter Auflagen vermutlich möglich.

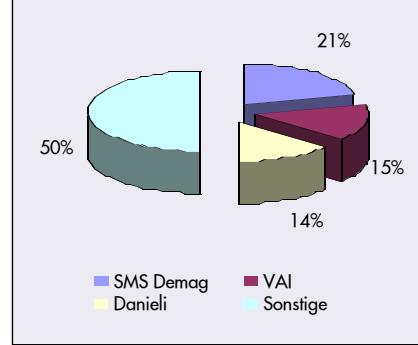
Energie- und Wassertechnik: Die Wachstumsdynamik im Konzern geht vor allem von diesen Bereichen aus, die 2002 rd. 70 % zum Gruppenumsatz beitragen werden. Im Bereich Energieübertragung und -verteilung (= T&D) läuft das Joint Venture mit Schneider planmäßig. Nach neun Monaten verzeichnete der Bereich T&D infolge der Konsolidierung des Joint Ventures und organischer Zuwächse hohe Steigerungen bei Auftragseingang (+ 124 % auf EUR 1.014 Mio.) und Umsatz (+ 44 % auf EUR 772 Mio.). Wachstumsimpulse gingen dabei von der guten Positionierung in den Emerging Markets (Brasilien und Mittlerer Osten) sowie von der anhaltend guten Auftrags situation in den USA aus. Die Liberalisierung in Europa sehen wir vorsichtig optimistisch. Zum einen entsteht dadurch erhebliches Potenzial für Service-, Verteilungs- und Automationsprodukte, zum anderen führen bisherige Markoliberalisierungen (USA, GB) stets zu höherem Preisdruck und kurzfristigen Investitionskürzungen.

Im Bereich Hydraulische Energieerzeugung konnten in den letzten Quartalen drei Großaufträge (Hydromatrix-Kraftwerk in den USA über EUR 150 Mio., Gas-Kombi- und Wasserkraftwerke in der Türkei über EUR 330 Mio. bzw. EUR 73 Mio.) gewonnen werden, die in den kommenden Jahren zu deutlichen Umsatzzuwächsen führen werden. Darüber hinaus sehen wir hier aufgrund des Trends zu umweltschonenden Energiegewinnungstechnologien auch das größte Wachstumspotenzial für die VA Tech.

Die organisatorische Zusammenführung der Bereiche Hydraulische Energieerzeugung, Energieübertragung und -verteilung, Wassertechnik und Elin EBG (Bereich Industrial Services) soll im Frühjahr 2002 umgesetzt werden. Wir sehen diesen Schritt positiv, da die Organisation damit an die Weiterentwicklung der Kunden - vom Energie- zum Multiversorger (Strom, Gas, Fernwärme, Wasser und Recycling) - angepasst wird. Key Account Manager sollen demnach die einzelnen Vertriebsmannschaften ablösen und alle Leistungen aus einer Hand ("One-Stop-Shop") anbieten. Gemeinsam mit einer strafferen Führungsebene und der Hebung von Synergien in der Verwaltung sollen Kosteneinsparungen realisiert werden.

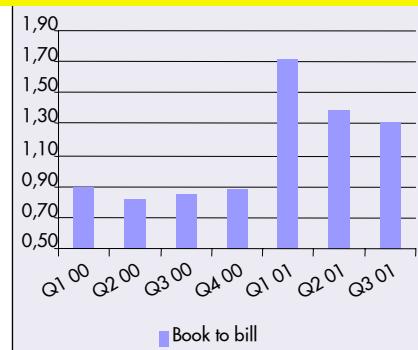
Metallurgie auch 2002 in Verlustzone

Marktanteile Metallurgie



Quelle: VA Technologie

Book-to-bill Ratio T&D



Quelle: VA Technologie, RCB

Großaufträge aus USA und der Türkei

“One-Stop-Shop Water & Power”

Bewertung und Empfehlung

Nach dem Kurssturz in Folge der Panikreaktionen im September und Oktober 2001 konnte sich die Aktie seit November wieder von rd. EUR 20 auf EUR 26,9 erhöhen. Seit Ende November zeigt die Aktie eine hohe Korrelation mit den Peer-Group-Unternehmen.

Unsere Bewertung der Aktie haben wir auf einem Peer Group - Vergleich aufgebaut. Die anhaltende Verlust-Situation in der Metallurgie beeinträchtigt auch 2002 noch wesentlich die Ertragslage von VA Tech, wodurch eine Bewertung auf Basis von 2002er Vergleichszahlen nicht sinnvoll ist. Zudem sind bei einem Großteil der Peer-Unternehmen die Multiples 2002 relativ hoch, da die Mehrheit der Unternehmen unter dem konjunkturellen Abschwung und Restrukturierungsmaßnahmen leidet. Zur Ermittlung des Fair Value haben wir daher die Kennzahlen für 2003 und hierbei den Durchschnitt aus KGV und EV/EBITDA herangezogen.

Auf Basis des derzeitigen Kursniveaus ermittelt sich daraus ein fairer Wert von EUR 27,3, woraus sich kein wesentliches Kurspotenzial ableiten lässt. Im Vergleich zur Peer Group liegt VA Tech auch puncto Liquidität und Marktkapitalisierung deutlich im Nachteil. Zudem glauben wir, dass VA Tech zur Zeit noch nicht das Investorenvertrauen besitzt, um die Alternativinvestments überflügeln zu können. Nach drei Jahren (1999-2001) operativer Verluste werden viele Investoren abwarten, ob es VA Tech gelingt, auch ohne den Verkauf von Beteiligungen nachhaltige Gewinne zu schreiben. Wir halten daher unsere Empfehlung "Neutral" aufrecht.

Fairer Kurswert in EUR

EV/EBITDA 03	31,9
KGV 03	22,7
Kursziel	27,3

Quelle: RCB

	Kurs in EUR 21.1.2002	Marktkap. (in EUR Mio.)	Gewinn/Aktie in EUR				EBITDA-Margen		
			2000	2001e	2002e	2003e	2000	2001e	2002e
ABB	10,8	12.656	1,37	0,68	0,84	1,24	9,7	7,6	8,0
Alstom	13,5	2.899	1,78	1,28	1,83	1,98	6,3	6,4	7,1
MAN	25,6	2.823	3,56	1,17	1,59	2,22	8,3	6,8	7,3
Andritz	20,9	271	1,78	2,66	2,73	3,06	6,7	6,8	7,4
Schneider	51,1	12.272	4,20	3,16	2,98	3,26	16,7	16,4	16,0
Durchschnitt									
VA Tech	26,9	397	2,06	2,00	0,50	2,29	5,1	4,4	5,4

Quelle: Bloomberg, RCB-Schätzungen

	KGV			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2001e	2002e	2003e	2001e	2002e	2003e	2001e	2002e	2003e
ABB	15,9	12,9	8,7	7,5	7,1	6,0	13,3	12,2	9,3
Alstom	10,5	7,4	6,8	3,0	2,7	2,4	5,2	4,3	4,0
MAN	21,8	16,1	11,5	3,8	3,6	3,2	8,5	7,9	6,1
Andritz	7,8	7,6	6,8	2,4	2,3	2,2	4,2	3,9	3,6
Schneider	16,2	17,2	15,7	8,4	8,3	7,9	12,0	12,0	10,4
Durchschnitt	14,5	12,2	9,9	5,0	4,8	4,3	8,6	8,1	6,7
VA Tech	13,5	53,8	11,7	6,1	4,9	4,1	16,4	10,1	7,3

Quelle: Bloomberg, RCB-Schätzungen

GuV (IAS)

in EUR Mio.	2000	2001e	2002e	2003e
Konzernumsatz	3.984,5	3.916,8	4.036,6	4.311,7
Betriebsleistung	4.138,3	4.267,6	4.341,3	4.624,2
Materialaufwand	-2.151,0	-2.287,4	-2.340,6	-2.517,4
Personalaufwand	-1.108,8	-1.097,3	-1.045,0	-1.064,0
EBITDA	203,0	173,7	215,9	260,0
Abschreibungen	109,9	109,2	111,6	116,2
EBIT	93,0	64,5	104,4	143,8
Finanzergebnis	-51,4	-36,1	-90,0	-86,0
Gewinn vor Steuern	41,6	28,4	14,4	57,8
Steuern	-9,3	-6,0	-5,0	-14,0
Minderheitsanteil	4,2	7,0	-2,0	-10,0
Gewinn n. Minderh.	30,3	29,5	7,4	33,8

Quelle: VA Technologie, RCB-Schätzungen

Cash Flow (IAS)

in EUR Mio.	2000	2001e	2002e	2003e
Gewinn v. Minderh.	26,1	22,5	9,4	43,8
Abschreibungen	117,0	109,2	111,5	116,2
Rückstellungen	7,9	-3,4	6,7	10,3
CF a. d. Ergebnis	46,3	44,2	141,3	173,2
Cash Earnings	44,2	51,2	139,3	163,2
Working Capital	-193,3	15,3	-136,3	1,9
Operativer CF	-153,3	59,6	5,0	175,1
Investitions CF	-109,0	-26,6	-120,0	-122,9
Dividende	-18,0	-18,0	-7,4	-7,4
Free Cash Flow	-280,2	15,0	-122,5	44,8

Quelle: VA Technologie, RCB-Schätzungen

Bilanz (IAS)

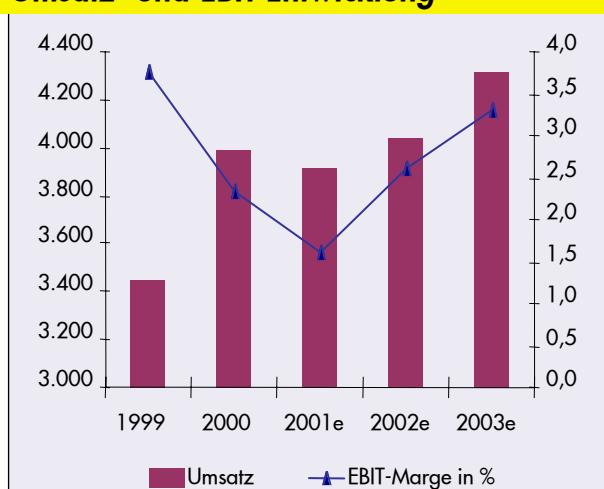
in EUR Mio.	2000	2001e	2002e	2003e
Immat. Vermögen	491,3	461,3	424,4	384,8
Anlagevermögen	1.213,5	1.213,4	1.221,9	1.228,6
Liquide Mittel	692,6	715,9	679,7	693,4
Umlaufvermögen	2.638,2	2.723,6	2.836,6	2.923,6
Summe Aktiva	3.940,2	4.027,3	4.144,2	4.233,6
Eigenkapital	596,2	598,0	598,0	622,2
Rückstellungen	953,0	912,9	931,1	959,0
verzinsl. Verbindl.	647,6	593,2	677,6	645,6
Verbindlichkeiten	2.391,0	2.516,4	2.615,1	2.652,4
Summe Passiva	3.940,2	4.027,3	4.144,2	4.233,6

Quelle: VA Technologie, RCB-Schätzungen

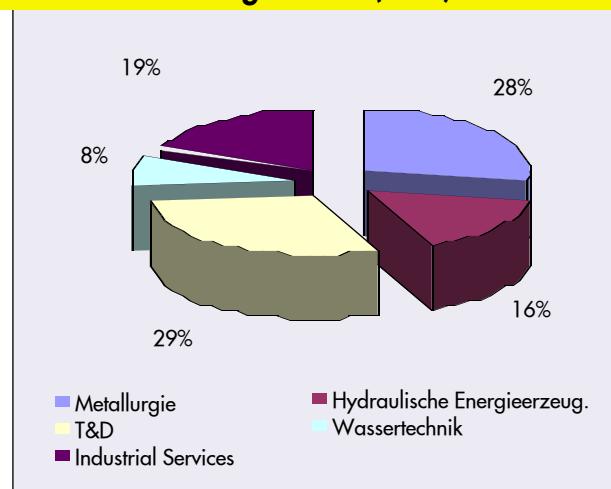
Ausgewählte Kennzahlen

	1999	2000	2001e	2002e
Anlagenintensität	30,8%	30,1%	29,5%	29,0%
Eigenkapitalquote	15,6%	16,6%	16,2%	16,6%
Umsatzrentabilität	0,7%	0,6%	0,2%	1,0%
Eigenkapitalrentab.	5,1%	4,9%	1,2%	5,5%
Gesamtkapitalrentab.	5,5%	5,6%	4,5%	5,1%
EBITDA-Marge	5,1%	4,4%	5,3%	6,0%
EBIT-Marge	2,3%	1,6%	2,6%	3,3%
EBT-Marge	1,0%	0,7%	0,4%	1,3%
Buchwert je Aktie	39,75	39,87	39,87	41,48
EV/Umsatz	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	5,2	6,1	4,9	4,1
EV/EBIT	11,3	16,4	10,1	7,3

Quelle: VA Technologie, RCB-Schätzungen

Umsatz- und EBIT-Entwicklung

Quelle: VA Technologie, RCB-Schätzungen

Umsatzaufteilung 2001e (in %)

Quelle: VA Technologie, RCB-Schätzungen

Company Update

Impressum

■ Medieninhaber (Verleger), Herausgeber

Raiffeisen Centrobank Aktiengesellschaft
A-1010 Wien, Tegetthoffstraße 1
Telefon: +43 1 515 20-0
e-mail: familienname@rcb.at

■ Diese Ausgabe wurde abgeschlossen am:

Jänner 2002

■ Research

Telefon: +43 1 717 07-0

Reinhard Ebenauer (1497), Sonja Kaltenbacher (1732), Mark Kerekes (1532), Irene Langer (1346), Stefan Maxian (2718), Margit Moritz (1643), Alfred Steininger (1520), Klara Szekffy (1530), Claudia Vince-Bsteh (1510)

e-mail: vorname.familienname@rzb.at

Dieser Bericht wurde von Raiffeisen Centrobank ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Die in diesem Bericht enthaltenen Angaben, Analysen und Prognosen basieren auf dem Wissenstand und der Markteinschätzung der mit der Erstellung dieses Berichtes betrauten Personen zu Redaktionsschluß. Raiffeisen Centrobank behält sich in diesem Zusammenhang das Recht vor, jederzeit Änderungen oder Ergänzungen vorzunehmen. Die Vervielfältigung, Weiterleitung und Verteilung von Texten oder Textteilen dieses Berichtes ist ausdrücklich untersagt. Raiffeisen Centrobank übernimmt keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit der im Bericht enthaltenen Informationen und/oder für das Eintreten der Prognosen.

Dieser Bericht richtet sich ausschließlich an professionelle Marktteilnehmer, die in der Lage sind, ihre Anlageentscheidungen eigenständig zu treffen und sich dabei nicht nur auf die Analysen und Prognosen von Raiffeisen Centrobank stützen. Die Marktteilnehmer werden ausdrücklich darauf hingewiesen, dass Raiffeisen Centrobank in den im Bericht genannten bzw. in ähnlichen Investments Geschäfte auf eigene Rechnung abschließen, darin eigene Positionen halten sowie im Rahmen ihrer Emissionstätigkeit als (Lead)-Manager auftreten kann.

Dieser Bericht ist unverbindlich und stellt weder ein Angebot zum Kauf der genannten Produkte noch eine Anlageempfehlung dar.